电子烟行业

IECIE 电子烟展重燃行业热情，雾化龙头思摩尔逆势增长引领复苏

增持（维持）

2020 年 08 月 24 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **IECIE 电子烟展深圳站：连接产业链上下游，聚焦产业复苏。**2020 年 8 月 20 日第六届深圳 IECIE 电子烟展开幕，时隔 429 天、也是 2020 年疫情以来首场线下大型电子烟展会。本届 IECIE 电子烟展汇聚参展电子烟相关企业 400 余家、2,500+品牌，串联起整个电子烟产业链，激发行业整体活力。展会体现以下趋势：（1）陶瓷雾化芯渐成主流，渗透率或将迅速提升；（2）雾化龙头思摩尔三大事业部分别参展，全面布局新型烟草未来；（3）中烟系加码 HNB，河南中烟、江西中烟再入局；（4）低温本草（NTP）或成新型烟草领域新风口。

- **思摩尔国际：20H1 表现亮眼，7 月再创新高，持续加大研发投入驱动产品力。**20 年 H1 实现营业收入 38.8 亿元（+18.5%），毛利率进一步增加到 49%（+7.5pct），经调整后净利 13.1 亿（+40.4%）。考虑上市费用 0.25 亿元、股权激励 1.49 亿元、可换股承兑票据公允价值亏损 0.38 亿元及可转换优先股 10.19 亿元后，公司实现净利 0.8 亿元（-91.7%）。

  陶瓷雾化芯产品推出以来，产品力受到持续认可，叠加疫情对 B 端客户影响较小，企业端业务 20H1 实现收入 34.9 亿（+32.3%）。疫情缓和后，在大客户旺盛需求驱动下，**Q2 单季实现营收 26 亿元（+38.9%），环比增长超 100%；同时，7 月创历史单月收入新高**。收入高成长下规模效应体现，**20H1 毛利率进一步上升至 49%（+7.5pct），环比增加 3pct**。

  始终坚持技术领先战略，积极推进雾化技术在医疗领域的应用，20H1 研发开支 2.1 亿（+117.4%），占收入比 5.3%（+2.4pct）。

- **华宝国际：疫情影响业绩，但现金流保持稳定，布局 HNB 新机遇。**20 年 H1 实现营业收入 17.16 亿元（-17.1%），毛利率小幅上升到 63.5%（+0.2pct）。因调味品板块商誉减值 4.95 亿元，归母净亏损 0.45 亿元。若不考虑减值，则实现归母净利 4.5 亿元（+6.29%）。公司整体受疫情冲击较大，但现金流依然坚挺，20H1 产生经营现金流净额 4.67 亿元（+56.8%），充裕现金流支持公司持续在 HNB 领域投入布局，研发相应的香精、烟用原料等产品，把握未来机遇。

- **劲嘉股份：彩盒放量表现优异，烟标环比逐步修复，携手中烟深耕新型烟草。**20H1 实现营收 19.17 亿元（+2.83%），归母净利 4.15 亿元（-10.74%）；其中，Q2 单季实现营收 10.1 亿元（+18.13%），环比 Q1 有所修复，增长 11.3%。彩盒放量增长优异，20H1 彩盒板块收入达到 4.2 亿元（+24.9%），电子烟和消费电子驱动长期成长；烟标环比逐步修复，静待复苏；携手中烟系，持续为云南中烟、上海中烟、贵州中烟、河南中烟、广西中烟等提供烟具研发服务，并驱动代工业务的发展，把握新型烟草市场。

- **投资建议：**全球性控烟和烟草税倒逼电子烟替代传统烟草的同时，电子烟技术日渐成熟，漏液、成本、口感等均得到改善，电子烟市场增长引擎动力充足。建议持续关注产业链龙头，包括全球雾化设备龙头【思摩尔】；锂电行业龙头并持有思摩尔 33%股权的【亿纬锂能】；烟用香精龙头及拥有烟草薄片生产资质的【华宝国际】；IQOS 精密件二级供应商【盈趣科技】；小米生态新型烟草主渠道、云南中烟合作商【劲嘉股份】

- **风险提示：**政策不确定性风险；贸易摩擦风险加剧；成本上升风险；宏观经济波动风险

行业走势



相关研究

1、《电子烟行业专题：【东吴社服·汤军】从思摩尔看电子烟黄金时代》2020-07-27
2、《休闲服务：离岛免税细则落地，重申利好免税行业共荣》2020-06-30
3、《休闲服务行业：端午表现平稳，期待暑期叠加需求回流下景气度提升》2020-06-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. IECIE 电子烟展：连接产业链上下游，聚焦产业复苏

2020 年 8 月 20 日第六届深圳国际电子烟产业博览会（“IECIE 电子烟展”）在深圳会展中心开幕，距第五届时隔 429 天、也是 2020 年疫情重启以来举办的首场线下大型电子烟展会。本届 IECIE 电子烟展展会面积达 60,000 平方米，参展电子烟相关企业 400 余家，汇聚 2,500+品牌，囊括了包括上游供应链（芯片及解决方案、电池及电源管理、加热系统及耐温配置、香精香料及烟油周边、包装耗材及设备等）、成品及消费方式（一次性雾化小烟、雾化大烟、加热不燃烧设备、烟油等）、品牌及制造商、电子商务等在内的电子烟上下游各类产品及服务。

本次 IECIE 电子烟展会中，各电子烟品牌纷纷推出新产品、新技术，串联起整个电子烟产业链，激发行业整体活力，我们也希望透过展会一窥电子烟细分赛道新趋势。

图 1：第六届 IECIE 电子烟展开幕，重燃行业热情



数据来源：IECIE 公众号，东吴证券研究所

1.1. 雾化烟：陶瓷雾化芯渐成主流，渗透率或将迅速提升

2018 年思摩尔国际开始推广“FeelM”陶瓷雾化芯产品，以其更细腻的口感、加热均匀、稳定耐用等相较于传统棉芯的优势，迅速占领市场。思摩尔含陶瓷雾化设备销售收入迅速从 2018 年的 4.15 亿元增长到 2019 年的 35.94 亿元（+765.8%），收入占比从 12%提升至 47%，也驱动思摩尔市占率由 2018 年的 10.1%提升到 2019 年 16.5%，高出第二名 10pct，奠定龙头地位。

而本次展会上，也出现了更多的陶瓷雾化芯相关研发企业，例如精陶科技“ADBOX”。ADBOX 技术方案基于自主研发的高性能微孔陶瓷基材，采用无引脚设计，

通过厚膜技术将金属浆料批量印刷至微孔陶瓷基板表面经高温处理后形成发热体，最后精密切割成单颗的规则长方体形雾化芯。其具有独特的孔道结构，实现了雾化芯导油性能的突破，并通过对电子烟产品设计功率及烟油品类进行精准适配，在目前电子烟5-10W 的供电功率条件下，针对常规烟油均可实现 2 秒内的极速回油，快速达到理想的雾化温度，具有细腻入微的良好口感。新玩家的入局将进一步提高陶瓷雾化芯技术的前进，提升陶瓷雾化芯的整体渗透率。

另一方面，除国内最大的雾化烟品牌之一 悦刻外，越来越多的品牌也开始使用陶瓷雾化芯，例如 MOTI 魔笛、YOOZ 柚子等，均采用了思摩尔的 FeelM 陶瓷雾化芯。整体而言，陶瓷雾化芯在雾化烟中的渗透率迅速提升，将逐渐占据主流。

1.2. 雾化龙头思摩尔三大事业部分别参展，全面布局新型烟草未来

本次展会中，雾化龙头思摩尔国际旗下三大事业部电子雾化设备（FeelM 事业部）、自有品牌 Vaporesso（大烟事业部）、Metex 平台（加热不燃烧事业部）均独立拥有一个展位，分别参展。其中，FeelM 及 Vaporesso 均已具备一定规模，分别专注于电子雾化设备和雾化大烟。而 Metex 是思摩尔于加热不燃烧赛道所储备的整体解决方案平台，目前已经与四川中烟等进行业务合作。思摩尔通过三大事业部架构对新型烟草的各个细分赛道进行全面布局，充分把握新型烟草未来。

1.3. 加热不燃烧（HNB）：中烟系加码 HNB，河南中烟、江西中烟再入局

尽管目前国内仍未放开 HNB 的销售，但**中烟系此前已积极布局 HNB 的研发和海外的销售**。例如，四川中烟推出的低温加热烟具“宽窄功夫”及配套烟弹“宽窄子弹头”于 2017 年 12 月登陆韩国市场进行试销，并于今年 7 月在成都开设了线下体验店；云南中烟 18 年 4 月推出加热不燃烧设备“MC”登陆韩国市场等。

表 1：中烟公司旗下 HNB 产品一览

中烟公司	产品	上市时间	出口国	合作方
四川中烟	烟具“功夫”+烟弹“宽窄（子弹头）”	2017.10	韩国	韩国 YM 国际科技有限公司
云南中烟	MC 加热不燃烧（HNB）	2018.4	韩国	韩国 IF 烟草株式会社
广东中烟	MU+、ING 加热不燃烧电子烟	2018.7	老挝	-
湖北中烟	MOK + COO	2018.11	韩国	-
安徽中烟	Dubliss	2019.1	-	-

数据来源：中国电子烟资讯，东吴证券研究所

本次展会上，除已有的四川中烟（功夫）、云南中烟（MC）、广东中烟（MU+、ING）、湖北中烟（MOK&COO）、安徽中烟（Dubliss），河南中烟、江西中烟也加入了 HNB 市场。其中，河南中烟与深圳御烟合作；而江西中烟则与深圳博迪科技合作。中烟系在 HNB 赛道的持续加码，或将进一步驱动国内 HNB 政策的放开。

1.4. 低温本草（NTP）：或成新型烟草领域新风口

本届电子烟展上还进行了第三届 NTP 暨低温本草产业技术及应用现状研讨会，探讨了新型烟草在电子雾化烟、加热不燃烧之外的新风口。加热不燃烧产品（HNB）和低温本草（NTP）产品的本质区别在于（1）HBN 是指通过加热非燃烧器具（例如 IQOS）将烟草通过加热到 250℃至 330℃烘烤出来能被吸食者吸食的烟草气雾的烟弹产品;（2）而低温本草通过加热非燃烧器具（如 PNT、无为界）将不含烟草成分的本草植物加热到 250℃至 330℃烘烤出来能被吸食者吸食的本草气雾的本草香弹产品。而低温本草行业目前仍在发展初期，空间广阔。

本次展会上也有多款低温本草制品，例如深圳佳品健怡科技的 FreeM 等。佳品健怡属于顺灏股份和东风股份旗下，其自动加热不燃烧雾化器和第一代草本颗粒性低温雾化弹已经开始量产和销售并于 2 月开始线下的销售；未来公司计划逐步推出更多功能性的低温不燃烧烟弹，如中国药典里的火麻仁、人参等产品。

2. 电子烟产业链中报陆续发布，思摩尔逆势增长引领行业复苏

2.1. 思摩尔：20H1 表现亮眼，7 月再创新高，持续加大研发投入驱动产品力

思摩尔于 8 月 24 日晚公告 20 年中报，表现亮眼。思摩尔 20 年 H1 实现营业收入 38.8 亿元(+18.5%)，毛利率进一步增加到 49%(+7.5pct)，经调整后净利 13.1 亿(+40.4%)。考虑上市费用 0.25 亿元、股权激励 1.49 亿元、可换股承兑票据公允价值亏损 0.38 亿元及可转换优先股 10.19 亿元后，公司实现净利 0.8 亿元（-91.7%）。

疫情不碍电子雾化旺盛需求，环比持续增长，7 月创单月新高。自陶瓷雾化芯产品推出以来，思摩尔的产品力受到持续认可，叠加疫情对 B 端客户影响较小，企业端业务 20H1 实现收入 34.9 亿元（+32.3%），占比提升至 89.9%（+9.3pct）。而因疫情影响，零售渠道受限，消费者对高单价 APV 购买力下降，导致零售客户收入仅 3.9 亿元(-38.5%)。

今年 Q1 因疫情产能受限，公司实现营收 12.8 亿元（-8.8%）；而 3 月中旬产能恢复后，在大客户旺盛的需求驱动下，Q2 单季实现营收 26 亿元(+38.9%)，环比增长超 100%；同时，7 月创公司历史单月收入新高。在收入高成长下，生产规模效应体现，20H1 毛利率进一步上升至 49%（+7.5pct），环比增加 3pct。

从区域来看，美国仍贡献最大比重收入。20H1 直接和间接销往美国的收入共计 20.8 亿元（+29.5%），占比 53.5%（+4.5pct）。另外，欧洲地区实现收入 7.4 亿元（+75.4%），占比 19%（+6.1pct）；中国大陆实现收入 7.3 亿（+20.2%），占比 18.9%

如期提交 PMTA，持续加大研发投入，驱动产品力。公司始终坚持技术领先战略，积极推进雾化技术在医疗领域的应用，20H1 研发人员数量占比达到 38.5%，研发费用 2.1 亿元（+117.4%），占收入比 5.3%（+2.4pct）。而对于 FDA 的 PMTA 要求，公司已向 FDA 提交 1 个自有品牌产品的 PMTA 申请，并将在 9 月 9 日前提交更多相关产品的上

市前申请。同时，公司也将积极配合合作品牌在美申请 PMTA。

从产能来看，仍有一定空间，将持续提高生产自动化水平。20H1 面向企业客户产能利用率 50.3%，零售客户 53.7%（设计产能剔除 Q1 疫情影响），后续将持续推进产能扩张计划，提高生产自动化水平。

表 2：思摩尔国际 20H1 核心财务指标拆分

单位：百万元	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	2016	2017	2018	2019
利润表拆分									
营业收入	1,176.02	2,257.69	3,273.65	4,336.95	3,880.52	707.25	1,565.19	3,433.71	7,610.60
yoy			*178.4%*	*92.1%*	*18.5%*		*121.3%*	*119.4%*	*121.6%*
营业成本	822.35	1,420.85	1,915.20	2,343.05	1,980.01	535.30	1,145.89	2,243.20	4,258.25
毛利	353.67	836.84	1,358.45	1,993.90	1,900.51	171.95	419.30	1,190.51	3,352.35
yoy			*284.1%*	*138.3%*	*39.9%*		*143.8%*	*183.9%*	*181.6%*
毛利率	*30.1%*	*37.1%*	*41.5%*	*46.0%*	*49.0%*	*24.3%*	*26.8%*	*34.7%*	*44.0%*
其他收入及收益净额	-4.83	23.84	21.08	5.13	66.49	27.82	-13.12	19.01	26.21
应收账款减值	1.75	2.55	1.09	3.79	6.96	2.21	1.23	4.30	4.88
/总收入	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.3%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
销售费用	44.58	54.15	64.16	93.55	74.03	18.67	50.61	98.73	157.71
/总收入	*3.8%*	*2.4%*	*1.9%*	*2.2%*	*1.9%*	*2.5%*	*3.3%*	*2.9%*	*2.1%*
管理费用	49.39	73.16	103.72	223.33	281.19	33.44	63.30	122.55	327.05
/总收入	*4.2%*	*3.2%*	*3.1%*	*5.1%*	*7.1%*	*4.5%*	*4.1%*	*3.5%*	*4.3%*
研发费用	34.06	72.26	96.10	181.31	208.94	14.82	61.16	106.32	277.40
/总收入	*2.9%*	*3.2%*	*2.9%*	*4.2%*	*5.3%*	*2.0%*	*3.9%*	*3.1%*	*3.6%*
财务费用	2.84	5.34	7.51	10.67	8.30	0.98	3.30	8.18	18.17
/总收入	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
上市费用	-	0.81	10.35	15.96	24.67	-	-	0.81	26.30
/总收入		*0.0%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.6%*				*0.3%*
公允价值变动之亏损	-	-	-	-	1,057.60	-	-	-	-
/总收入					*26.8%*				
经营利润	216.22	652.41	1,096.61	1,470.44	305.33	129.65	226.58	868.63	2,567.05
yoy			*407.2%*	*125.4%*	*-72.2%*		*74.8%*	*283.4%*	*195.5%*
所得税	35.67	99.01	175.61	217.65	228.67	23.45	37.60	134.68	393.26
所得税率	*16.5%*	*15.2%*	*16.0%*	*14.8%*	*74.9%*	*18.1%*	*16.6%*	*15.5%*	*15.3%*
归母净利润	180.55	553.40	921.00	1,252.79	76.66	106.20	188.98	733.95	2,173.79
yoy			*81.0%*	*81.0%*	*81.0%*		*77.9%*	*288.4%*	*196.2%*
归母净利率	*15.4%*	*24.5%*	*28.1%*	*28.9%*	*2.0%*	*15.0%*	*12.1%*	*21.4%*	*28.6%*
资产负债表拆分									

现金及现金等价物	-	941.96	593.31	138.08	1,610.25	104.39	333.24	941.96	731.39
/总收入	-	41.3%	18.0%	3.2%	40.8%	14.2%	21.5%	27.3%	9.6%
应收账款及票据	-	352.89	424.60	234.41	1,298.07	108.55	139.39	352.89	659.01
yoy	-	-	-	-33.6%	205.7%		28.4%	153.2%	86.7%
应收账款周转率	-	13.95	16.84	26.32	10.13		12.6	14.0	15.0
存货	-	391.49	378.17	169.84	296.37	127.21	171.34	391.49	548.01
yoy	-	-	-	-56.6%	-21.6%		34.7%	128.5%	40.0%
存货周转率	-	3.99	9.95	17.10	16.99		3.8	4.0	4.5
固定资产净值	-	522.09	675.01	211.94	947.57	89.52	203.16	522.09	886.95
无形资产净值	-	17.36	30.20	28.60	56.25	22.41	12.19	17.36	58.80
总资产	-	2,429.26	2,417.03	884.87	3,416.26	536.58	1,077.81	2,429.26	3,301.90
yoy	-	-	-	-63.6%	41.3%		100.9%	125.4%	35.9%
总资产周转率	-	1.96	2.70	5.25	3.61		1.9	2.0	2.7
贸易应付款项	-	571.18	536.69	-94.94	514.71	171.51	368.33	571.18	441.75
股东权益合计	-	968.96	747.99	-13.32	960.38	260.21	410.45	968.96	734.67
现金流量表拆分									
经营性现金流量净额	48.05	911.93	1,014.91	1,169.44	1,101.84	129.28	438.82	959.98	2,184.35
yoy			2112.2%	128.2%	108.6%		239.4%	118.8%	127.5%
投资性现金流量净额	-10.35	-117.50	-176.97	-312.49	-1,082.20	-80.14	-140.37	-127.85	-489.46
筹资性现金流量净额	-170.27	-44.73	-1,182.03	-717.79	-58.89	25.83	-58.54	-215.00	-1,899.82
现金及现金等价物净增加额	-132.57	749.70	-344.09	139.16	874.79	74.96	239.92	617.13	-204.93

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：思摩尔国际 20H1 业务板块经营拆分

单位：百万元	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	2016	2017	2018	2019
面向企业客户销售									
营业收入	761.33	1,730.66	2,637.88	3,930.78	3,489.72	509.98	1,003.70	2,491.99	6,568.66
yoy			346.5%	227.1%	132.3%		96.8%	148.3%	163.6%
占收入比	64.7%	76.7%	80.6%	90.6%	89.9%	72.1%	64.1%	72.6%	86.3%
设计产能（百万标准单位）			454.52	671.80	742.80	220.45	294.29	647.22	1,126.32
实际产量（百万标准单位）			371.28	332.68	373.80	145.43	261.86	513.90	703.96
产能利用率(%)			81.7%	49.5%	50.3%	66.0%	89.0%	79.4%	62.5%
营业成本	543.23	1,080.11	1,503.25	2,074.39		405.42	793.10	1,623.34	3,577.64

毛利	218.10	650.55	1,134.63	1,856.39		104.56	210.60	868.65	2,991.02
yoy			*420.2%*	*185.4%*			*101.4%*	*312.5%*	*244.3%*
毛利率	*28.6%*	*37.6%*	*43.0%*	*47.2%*		*20.5%*	*21.0%*	*34.9%*	*45.5%*
电子雾化设备									
营业收入	334.32	789.85	1,354.72	3,122.29		503.23	691.64	1,124.17	4,477.01
yoy			*305.2%*	*295.3%*			*37.4%*	*62.5%*	*298.3%*
占 B 端业务比	*43.9%*	*45.6%*	*51.4%*	*79.4%*		*98.7%*	*68.9%*	*45.1%*	*68.2%*
销量(百万标准单位)	79	120	171	341		145	191	199	512
平均销售价格（人民币/标准单位）	4,210.9	6,606.5	7.9	9,162.0		3.5	3.6	5.7	8.7
设计产能（百万标准单位）						165.23	178.84	297.19	592.61
实际产量（百万标准单位）						124.75	138.99	206.95	428.90
产能利用率（%）						*75.5%*	*77.7%*	*69.6%*	*72.4%*
营业成本	283.58	548.89	760.06	1,607.39		400.39	582.59	832.47	2,367.45
毛利	50.74	240.97	594.66	1,514.90		102.84	109.05	291.71	2,109.56
yoy			*1072.0%*	*528.7%*			*6.0%*	*167.5%*	*623.2%*
毛利率	*15.2%*	*30.5%*	*43.9%*	*48.5%*		*20.4%*	*15.8%*	*25.9%*	*47.1%*
电子雾化组件									
营业收入	427.02	940.81	1,283.16	808.50		6.75	312.05	1,367.82	2,091.66
yoy			*200.5%*	*-14.1%*			*4523.0%*	*338.3%*	*52.9%*
占 B 端客户业务比	*56.1%*	*54.4%*	*48.6%*	*20.6%*		*1.3%*	*31.1%*	*54.9%*	*31.8%*
销量(百万标准单位)	86	208	170	110		1	70	294	280
平均销售价格（人民币/标准单位）	4,945.1	4,532.9	7,527.5	7,355.1		10.7	4.5	4.7	7.5
设计产能（百万标准单位）						55.22	115.45	350.02	533.71
实际产量（百万标准单位）						20.68	122.87	306.96	275.06
产能利用率（%）						*37.4%*	*106.4%*	*87.7%*	*51.5%*
营业成本						5.03	210.50	790.87	1,210.20
毛利	**167.36**	**409.59**	**539.97**	**341.49**		**1.72**	**101.55**	**576.95**	**881.46**
yoy			*222.6%*	*-16.6%*			*5804.1%*	*468.1%*	*52.8%*
毛利率	*39.2%*	*43.5%*	*42.1%*	*42.2%*		*25.5%*	*32.5%*	*42.2%*	*42.1%*
面向零售客户销售									
营业收入	**414.68**	**527.04**	**635.77**	**406.17**	**390.79**	**197.28**	**561.49**	**941.72**	**1,041.94**

yoy			*53.3%*	*-22.9%*	*-38.5%*		*184.6%*	*67.7%*	*10.6%*
占收入比	*35.3%*	*23.3%*	*19.4%*	*9.4%*	*10.1%*	*27.9%*	*35.9%*	*27.4%*	*13.7%*
销量(百万标准单位)	3.76	4.88	8.02	4.71		1.24	4.75	8.65	12.73
平均销售价格（人民币/标准单位）	110.2	108.0	79.3	79.3		159.5	118.1	108.9	81.8
设计产能（百万标准单位）			19.20	6.15	10.80	6.00	11.45	19.20	25.35
实际产量（百万标准单位）			10.22	2.30	5.80	1.25	4.94	10.22	12.52
产能利用率（%）			*53.2%*	*37.4%*	*53.7%*	*20.8%*	*43.2%*	*53.3%*	*49.4%*
营业成本						129.89	352.79	619.87	680.61
毛利	**135.57**	**186.29**	**223.82**	**137.51**		**67.39**	**208.71**	**321.85**	**361.33**
yoy			*65.1%*	*-26.2%*			*209.7%*	*54.2%*	*12.3%*
毛利率	*32.7%*	*35.3%*	*35.2%*	*33.9%*		*34.2%*	*37.2%*	*34.2%*	*34.7%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 华宝国际：疫情影响业绩，但现金流保持稳定，布局 HNB 新机遇

华宝国际于 8 月 21 日公告 20 年中报，20 年 H1 实现营业收入 17.16 亿元（-17.1%），毛利率小幅上升到 63.5%（+0.2pct）。因调味品板块受疫情影响较为严重，商誉减值 4.95 亿元，录得亏损，20H1 实现归母净利润-0.45 亿元。若不考虑减值，则实现归母净利 4.5 亿元（+6.29%），归母净利率 26.23%（+3.02pct）

香精业务略有下滑，控费提效提升盈利。受疫情影响，下游客户需求略有减少，20H1 香精板块实现营收 9.31 亿元（-3.8%），收入占比 54.3%（+3.28pct），营运利润 5.82 亿元（+0.1%），EBIT 率达到 62.5%（+2.4pct），主要是由于公司控费提效，费用支出下降。

烟用原料业务，供给侧出清持续，需求疲弱。20H1 烟用原料业务实现营收 3.03 亿元（-17.1%），收入占比 17.7%（-0.1pct）；营运利润 1.15 亿元（-12.8%），EBIT 率约为 38%（1.9pct）。收入端下滑主要是由于（1）烟草行业继续大力消耗烟叶库存，再造烟叶需求疲弱；（2）爆珠产品面临市场增长放缓和竞争上升带来的单价下滑双重影响。但公司凭借多年的烟用原料生产经验，已经储备了多项 HNB 烟草薄片技术，有望受益于 HNB 市场的发展。

香原料业务受困贸易战，单价下滑。20H1 香原料板块实现营收 3.02 亿元（-15.9%），收入占比 17.6%，营运利润 0.39 亿元（-38.9%），EBIT 率达到 12.8%（-4.9pct），主要是由于疫情影响海内外客户需求，同时中美贸易摩擦对价格产生压力。

调味品业务受疫情影响计提商誉减值，疫情缓和下有望复苏。20H1 调味品板块实现营收 1.77 亿元（-52.9%），收入占比约 10.3%，较 2019 年占比下降 6.21pct。营运亏损

5.25 亿元，其中，商誉减值 4.95 亿元。若不考虑减值，则营运亏损约 0.3 亿元。疫情期间，调整产品结构，积极布局线上渠道，为后疫情时代的复苏打下坚实基础。

现金流依然坚挺，持续布局 HNB 新机遇。20H1 公司产生经营现金流净额 4.67 亿元（+56.8%），整体现金及现金等价物净增加 4.77 亿元，凸显公司业务模式下现金流坚挺。充裕现金流支持公司持续在 HNB 领域投入布局，研发相应的香精、烟用原料等产品，把握未来机遇。

表 4：华宝国际 20H1 业务板块经营数据拆分

单位：百万元	2018 年 9 个月	2019	19H1	19H2	20H1
核心数据					
营业收入	**3,058.71**	**4,241.04**	**2,069.32**	**2,171.72**	**1,715.71**
yoy		*38.7%*	*-*	*-*	*-17.1%*
毛利	**1,949.81**	**2,745.41**	**1,310.46**	**1,434.95**	**1,088.70**
毛利率	*63.7%*	*64.7%*	*63.3%*	*66.1%*	*63.5%*
归母净利润	**1,017.96**	**1,112.00**	**480.29**	**631.72**	**-45.43**
yoy		*9.2%*			*-109.5%*
归母净利率	*33.3%*	*26.2%*	*23.2%*	*29.1%*	*-2.6%*
香精板块					
营业收入	**1,664.40**	**2,163.93**	**967.41**	**1,196.52**	**931.13**
yoy		*30.0%*			*-3.8%*
收入占比	*54.4%*	*51.0%*	*46.8%*	*55.1%*	*54.3%*
EBIT	952.54	1,287.74	581.09	706.65	581.88
EBIT 率	*57.2%*	*59.5%*	*60.1%*	*59.1%*	*62.5%*
烟用原料板块					
营业收入	**714.66**	**754.42**	**366.11**	**388.32**	**303.39**
yoy		*5.6%*			*-17.1%*
收入占比	*23.4%*	*17.8%*	*17.7%*	*17.9%*	*17.7%*
EBIT	325.09	311.05	132.07	178.98	115.14
EBIT 率	*45.5%*	*41.2%*	*36.1%*	*46.1%*	*38.0%*
香原料板块					
营业收入	**508.66**	**625.88**	**359.45**	**266.43**	**302.27**
yoy		*23.0%*			*-15.9%*
收入占比	*16.6%*	*14.8%*	*17.4%*	*12.3%*	*17.6%*
EBIT	57.41	82.12	63.57	18.55	38.82
EBIT 率	*11.3%*	*13.1%*	*17.7%*	*7.0%*	*12.8%*
调味料板块					
营业收入	**170.98**	**700.47**	**376.14**	**324.33**	**177.34**

yoy		*309.7%*			*-52.9%*
收入占比	*5.6%*	*16.5%*	*18.2%*	*14.9%*	*10.3%*
EBIT	23.45	144.82	103.70	41.12	-525.38
EBIT 率	*13.7%*	*20.7%*	*27.6%*	*12.7%*	*-296.2%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 劲嘉股份：彩盒放量表现优异，烟标环比修复，携手中烟深耕新型烟草

劲嘉股份于 8 月 25 日晚公告 20 年中报，环比逐步修复。20H1 实现营收 19.17 亿元（+2.8%），归母净利 4.15 亿元（-10.6%）；其中，Q2 单季实现营收 10.1 亿元（+18.13%），环比 Q1 有所修复，增长 11.3%；归母净利 2 亿元（-2.75%）。

彩盒放量增长亮眼，电子烟和消费电子驱动长期成长。20H1 彩盒板块收入达到 4.2 亿元（+24.9%）。疫情缓和后，彩盒板块 Q2 单季营收同比增长 68.79%。在电子烟和消费电子市场的持续增长带动下，有望驱动公司彩盒板块的持续成长。

烟标环比逐步修复，静待复苏。20H1 烟标板块实现营收 12 亿元（-10.4%）。Q1 单季度收入同比下降 14.04%，Q2 逐步修复，同比下降 6.4%。预期随着疫情的缓和，需求端就会逐步复苏，驱动公司烟标板块恢复常态。

新型烟草积极布局，携手中烟系把握新型烟草发展机遇。公司持续为中烟系如云南中烟、上海中烟、贵州中烟、河南中烟、广西中烟等提供烟具研发服务，并驱动代工业务的发展。新型烟草板块 Q1 单季营收同比增长 538.5%，Q2 单季同比增长 382.95%。长期与中烟的合作及在 HNB 行业的打磨和研发，公司同样有望收益 HNB 市场的放开。

表 5：劲嘉股份 20H1 业务板块经营数据拆分

	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	2017	2018	2019
营业总收入(百万元)	**1,608.80**	**1,765.20**	**1,864.62**	**2,124.08**	**1,917.46**	**2,945.29**	**3,374.00**	**3,988.70**
yoy	*13.1%*	*15.9%*	*15.9%*	*20.3%*	*2.8%*	*6.1%*	*14.6%*	*18.2%*
毛利率	*44.0%*	*43.3%*	*43.1%*	*41.0%*	*39.1%*	*44.1%*	*43.7%*	*41.9%*
归属于母公司股东的净利润(百万元)	**379.02**	**346.29**	**464.83**	**411.96**	**415.36**	**574.41**	**725.31**	**876.79**
yoy	*25.1%*	*27.6%*	*22.6%*	*19.0%*	*-10.6%*	*0.6%*	*26.3%*	*20.9%*
归母净利率	*23.6%*	*19.6%*	*24.9%*	*19.4%*	*21.7%*	*19.5%*	*21.5%*	*22.0%*
按产品拆分(百万元)								
烟标	**1,257.48**	**1,308.84**	**1,339.90**	**1,442.47**	**1,200.80**	**2,375.02**	**2,566.32**	**2,782.37**
占比	*78.2%*	*74.1%*	*71.9%*	*67.9%*	*62.6%*	*80.6%*	*76.1%*	*69.8%*
毛利率	*44.0%*	*46.1%*	*43.8%*	*41.6%*	*39.6%*	*44.9%*	*45.1%*	*42.6%*
yoy	*8.2%*	*7.9%*	*6.6%*	*10.2%*	*-10.4%*	*-*	*8.1%*	*8.4%*
彩盒	**186.18**	**260.17**	**336.31**	**499.76**	**420.12**	**267.13**	**446.35**	**836.07**
占比	*11.6%*	*14.7%*	*18.0%*	*23.5%*	*21.9%*	*9.1%*	*13.2%*	*21.0%*

毛利率	*-*	*-*	*32.7%*	*32.1%*	*41.4%*	*-*	*23.5%*	*32.4%*
yoy	*65.6%*	*68.2%*	*80.6%*	*92.1%*	*24.9%*	*57.0%*	*67.1%*	*87.3%*
镭射包装材料	**318.16**	**290.30**	**327.68**	**361.08**	**324.12**	**581.58**	**608.46**	**688.76**
占比	*19.8%*	*16.4%*	*17.6%*	*17.0%*	*16.9%*	*19.7%*	*18.0%*	*17.3%*
毛利率	*23.8%*	*22.5%*	*17.6%*	*22.6%*	*25.5%*	*23.1%*	*23.2%*	*20.2%*
yoy	*17.7%*	*-6.7%*	*3.0%*	*24.4%*	*-1.1%*	*-*	*4.6%*	*13.2%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 投资建议

IECIE 电子烟展再次点燃行业热情，在全球性控烟和烟草税倒逼电子烟替代传统烟草的同时，电子烟技术日渐成熟，漏液、成本、口感等均得到改善，电子烟市场增长引擎动力充足。根据 Frost & Sullivan 预测，全球电子烟市场将从 2019 年的 367 亿美元增至 2024 年的 1,115 亿美元，CAGR 达 25%；市场份额也将从 19 年的 4.2%提升至 24 年的 9.3%，渗透率的持续提升有望驱动电子烟的成长。

建议持续关注**电子烟产业链上下游细分龙头：**

（1） **上游：**锂电行业龙头【亿纬锂能】（电池是雾化设备重要组件之一，并持有思摩尔 33%的股权；

（2） **中游：**全球雾化设备龙头【思摩尔】、烟用香精龙头【华宝股份】及其拥有烟草薄片布局的母公司【华宝国际】、IQOS 精密件二级供应商【盈趣科技】等；

（3） **下游：**小米生态链新型烟草主渠道、云南中烟合作商【劲嘉股份】。

4. 风险提示

政策不确定性风险。部分地区或进一步限制电子烟等新型烟草的销售，可能严重影响电子烟产业链的发展。

贸易摩擦风险加剧。目前美国消费世界上约 6 成电子烟，而中国生产全球 90%的电子烟。中美贸易战将增加出口产品 25%的关税，可能增加国内电子烟企业的出口价格，降低其国际市场竞争力。

成本上升风险。电子烟主要组件如雾化设备等，85%以上的成本均来源于原料和劳动。若锂电池、不锈钢等原料价格及人工成本大幅度上升，将影响电子烟产业的盈利能力。

宏观经济波动风险。变动新政治经济事件频发，叠加新冠疫情影响，全球宏观经济面临诸多挑战，存在经济下行风险，电子烟等可选消费可能受到较大的冲击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn